

MAGAS István

A GLOBÁLIS TŐKEÁRAMLÁS ÉS A FELTÖREKVŐ PIACOK*

Bár a nemzetközi tőkeáramlás jól és egyértelműen mérhető hozadéka tisztán nem láthatók, a nemzetközi tőkeforgalom igen gyors növekedése és a nagy tőkebefogadási étvágy azt sugallják, hogy hosszabb távon a tőkeáramlásnak több lesz az előnye, mint a hátránya.

Az egyre növekvő nemzetközi tőkemobilitás világában nem lehet egyszerre rögzíteni az árfolyamokat, és ugyanakkor független pénzpolitikát fenntartani. Választani kell a rögzített árfolyam által nyújtott megbízhatóság és stabilitás, valamint a lebegő árfolyam által kínált gyors alkalmazkodás között. Korábban egy ország választásában a döntő tényező a hagyományos külső sokkhatásokkal – mint például a nyersanyagok árának hirtelen változása – szembeni sebezhetőség mértéke volt. A lebegő valuta lehetővé teszi, hogy az árfolyamkiigazítás segítségével gyorsan reagáljon a külső sokkhatásokra. Ezzel szemben a rögzített árfolyam-politika esetében a hazai bérek és árak komoly nyomásnak, veszélynek vannak kitéve. Ugyanakkor a lebegő árfolyamnak is megvan a maga hátránya: kibillenhet, túlreagálhat, és rendkívül ingataggá válhat, különösen akkor, ha az országban jelentős a tőke ki- és beáramlása. Sőt, a lebegő árfolyam csökkentheti a befektetőknek a valutába vetett bizalmát, ezzel nehezítve az infláció leküzdését is. Hogy mindkét rendszer előnyét élvezze, számos feltörekvő gazdaság hibrid megoldást választott, s árfolyamát vagy egyetlen külföldi valutához – például a dollár – vagy egy valutakosárhoz kötötte. Egészen az 1990-es évek pénzügyi válságaiig a szakirodalom job-

bára egyet értett abban, hogy az ilyen „korlátozott lebegtetés” jó kompromisszum.

De ez az egyetértés mára szertefoszlott. A legtöbb szakértő ma úgy hiszi, hogy csak a radikális megoldások működnek: vagy szabadon lebeg az árfolyam, vagy szorosan rögzíteni kell azt (egy valutatanács vagy még inkább egy valutaunió segítségével). Sajnos az elméleti kutatók ritkán értenek egyet a legjobb megoldást illetően. Vegyük példaként a Brazília betegségére javasolt gyógymódokat. A Harvard egyetem professzora, J. Sachs (1990) már régóta hosszasan érvelt a később végül is bevezetett lebegő árfolyam mellett. Ugyanakkor R. Dornbusch professzor (1988), a MIT tanára hasonlóan kitartóan vallja, hogy a valutatanács által támogatott rögzített árfolyam a legjobb megoldás.

Ezzel szemben a valutapolitika tényleges alakítói gyakran alábecsülik az árfolyam-politika jelentőségét. Azt vallják, hogy bármely rendszer működőképes, feltéve, hogy egészséges gazdasági alapokra épül. Ez igaz, de közhely. Természetes az is, hogy egy ország számára előnyös az egységes, a valutaárfolyam által nem zavart fiskális és pénzügyi politika. De az elmúlt öt év világgazdasági eseményei megmutatták, hogy a kiválasztott árfolyam-politika erősen befolyásolja egy nyitott gazdaság sebezhetőségét, gyengeségeit.

Az 1997–98-as év folyamán a dél-kelet ázsiai országok a rögzített árfolyam miatt kerültek bajba, majd a lebegő árfolyam illékonyasága miatt az összeomlás

* Magas István: The Impact of Capital Flows on Emerging Markets: Hungary, Paper presented at the 3rd ESACES workshop Budapest, BUES, 3-4 szeptember 1999. angol nyelvű tanulmány magyar változata.

szélére. A rendkívüli tőkemobilitás világában látszólag mégis a rugalmasabb árfolyam tűnik a legjobb választásnak. A lebegő árfolyam ugyanis arra kényszeríti a befektetőket, hogy folyamatosan számoljanak a fluktuációval, ne ringassák magukat a stabilitás hamis illúziójába – ahogyan azt Ázsiával kapcsolatban sokan tették. A rugalmas árfolyam egyszersmind a külföldi bankokat is körültekintőbbé teszi a hitelügyletekben. A világgazdaságtörténelem maga is a nagyobb rugalmasság oldalán áll. A hetvenes évek közepe óta számos rugalmas politikát folytató ország stabil növekedést mutatott. Mindez jórészt azt sugallja, hogy a globális pénzügyi tervezőknek fel kell készülniük a lebegő valuták világára, és elő kell segíteniük azt. A Berkeley egyetem professzora, B. Eichengreen (1999) is azt javasolja kiváló új tanulmányában, hogy az IMF a lebegő árfolyam alkalmazására készítse az államokat, még mielőtt egy valutaválság nem kényszeríti őket erre.¹

A Világbank és az OECD 1998-as felmérése szerint, az elmúlt harminc évben több országot sodort válságba a rugalmas, mint a rögzített árfolyam, jóllehet a külső feltételek sokkal szigorúbbak voltak a rögzített árfolyampolitikát folytató országokkal szemben.² Sőt, a pénzügyi függetlenség sokkal inkább látszat, mint valóság, legalábbis a nem túl nagy pénzügyi rendelkező, feltörekvő országok számára.

Bármely koherensnek tekinthető árfolyam-politikai és tőkebefogadói reformjavaslat nehéz helyzetet teremt a megvalósításra, mert egy lehetetlen „szentháromság” két pillérét támogatja a harmadik rovására. Például, azok az országok, amelyek egyidejűleg akarják szabályozni a piacokat, és meg akarják őrizni nemzeti függetlenségüket, mindezt csak a nemzetközi tőkepiaci integráció rovására tehetik. Azoknak, akik előnyben részesítik a nemzeti függetlenségüket, de ugyanakkor a tőkepiacok integrációját is lehetővé kívánják tenni, el kell fogadniuk a globális és teljesen szabad tőkepiac szabályainak érvényesülését. Végül pedig azoknak, akik globális tőkeintegrációt és globális szabályozási rendszert akarnak, fel kell adniuk a monetáris nemzeti önállóságukat.

A lebegő árfolyam legpragmatikusabb hirdetői is elismerik e rendszer immanens ingatagságát. Eichengreen (1999) is azt javasolja a feltörekvő gazdaságoknak, hogy korlátozzák a rövid távú tőkebehozatalt, ezáltal csökkentve a lebegő árfolyamban rejlő bizonytalanságot. Azt is elismeri – legalábbis azon feltörekvő piacok esetében, ahol nem kellően izmos a pénzügyi szektor –, hogy hosszú távon a lebegő árfolyam csak akkor működőképes, ha a tőkeintegráció mértékét visszafogják.

P. Volcker, a FED (USA Jegybank) egykori elnöke például azt javasolta, hogy a feltörekvő piacoknak inkább biztonságra és stabil nemzeti valutára kell törekedniük. Úgy gondolja, hogy a fejlődő piacoknak a vezető regionális valutához kell kapcsolódniuk, amilyen mondjuk Amerikában a dollár.³

Mindezek alapján egy külső megfigyelő számára pillanatnyilag a legjobb feltételezés az lehet, hogy a feltörekvő gazdaságok két csoportra fognak oszlani: az egyikben rugalmas árfolyam mellett a globális tőkepiaci integráció viszonylag alacsony szinten marad, a másikban, ahol a gazdaságot – egy valutatanács vagy valutaunió bevonásával – erőteljesen integrálják, az eredmény kellően globalizált pénzügyi rendszer és erős külföldi tulajdonlás lesz. Néhány évtizeden belül ez a megoszlás két igen jelentős méretű blokkhoz vezethet, a dollár és az euro-zóna kialakulásához, mindkettőben lebegőárfolyam-rendszerrel. A globális tőkeintegráció, az egységes nemzetközi szabályozás és a nemzeti önállóság lehetetlen hármasságának eléréséhez a különböző országok eltérő utakat fognak választani. A regionális unióban működő országok feladják függetlenségüket a gazdasági integráció kedvéért, azok pedig, akik a lebegő árfolyam-politikát választják, megőrzik függetlenségüket, de gyakran az integráció rovására, mert elszigetelődhetnek a világ többi részétől.

A tőkeáramlást ellenőrző mechanizmusok eltérő eredményei

Amikor a rögzített árfolyamrendszer 1971-ben összeomlott, az IMF egyszerűen ellenőrzése alá vonta az új rendszert, a lebegő árfolyamot, és tevékenységének javát áthelyezte a fejlődő országokba. A kommunizmus bukása után, egy új szerepkörben az IMF lett a kommunizmusból a tőkés gazdaságba való átmenet fő alakítója és finanszírozója is. Mexikó 1994-es összeomlása óta az IMF megint szerepet váltott, több pénzt juttatott a tőkepiaci válságok által sújtott országokba.

A fejlett ipari országok az 1970-es, de különösen a 80-as 90-es években a hazai pénzpiacok rohamos liberalizációjáról tettek tanúságot. A fojtogató regulációtól megszabadult bankok rengeteget újítottak, létrehozván új pénzügyi termékeket, „bóvli” kötvényeket, jelzálog alapú értékpapírokat és egyéb új eszközöket. A komputerrel lehetővé tették a kockázatok nemzetközi szétterítését az értékpapírok széles skálájába. A külföldi valuta-, részvény- és kötvényforgalom rendkívüli módon megnőtt.

A globális pénzpiacban érintett felek azután felmutatták a Bázeli Tőkeegyelemezési Egyezményt, amely napjainkban is a bankok egészséges működésének széles körben elfogadott nemzetközi minimum követelménye.⁴

A magánszektor felől a feltörekvő országokba irányuló tőkeáramlás szárnyakat kapott, bár még így is csak nagyon keskeny szeletet foglal el a globális tőkepiacok összességében (nem éri az összes kihelyezés 5 %-át).

A tőkebefogadási étvágy azonban nagyon megnőtt, Mexikó, Thaiföld, Dél-Korea, Indonézia és Oroszország mind azért került bajba, mert ott a vállalatok, a bankok és a kormányok túl sok rövid távú deviza kölcsönt vettek fel, a stabil árfolyam hamis illúziójába ringatva magukat. Ha egyszer beütött a krach, a jelenlegi erősen összefonódó pénzpiacokon a reakció igen heves volt, és a „rosszadós-betegség” vírusa nagyon fertőzőnek bizonyult. A külföldi befektetők (különösen Oroszország fizetéseképtelenné válása után) alaposan megfontoltak minden kockázatot. Mint a XVII. sz-i Tulipán-válság óta minden pénzügyi válság után, a mohóság most is hirtelen félelemmé fordult át. A különbség jelen esetben az volt, hogy a válság hatása globális és nem csak lokális volt. Amikor a nemzetközi piacok az orosz válság nyomán pánikba estek, a hatás mindenütt érezhető volt Brazíliától az amerikai önkormányzati (helyi) városi értékpapírokig. Sok volt a vérveszteség, sokan kerestek menedéket, de nem találtak. Ezért is van az, hogy napjainkban népszerű lett a Globális Központi Bank közreműködésével lebonyolítható átfogó tőkeellenőrzés, a globális pénzügyi szabályozás, a világvaluta és a nemzetközi tőkeáramlás ellenőrzésének gondolata. Politikusok és kutatók egybehangzó kórusa – akiket a Bretton-Woods-i egyezmény korának (amikor a tőkemobilitás korlátozott volt és a kormányok szabadon követhették saját – általában keynes-iánus, tehát viszonylag szabadon költekező – gazdaságpolitikájukat) nosztalgiaja inspirál – ismét be akarják vezetni a nemzetközi tőkeáramlás feletti ellenőrzést, különös tekintettel a „rövid távú” spekulációk által gerjesztett mozgásokra. Soros György,⁵ aki ez ügyben maga is megszólalt nem mint tőzdespekuláns, hanem mint globális gondolkodó, ma már azt vallja, hogy kellő reguláció nélkül a kapitalizmus összeomlik, ha nem csökken a spekuláció. Malájzia miniszterelnöke, Mahathir Mohamed 1998 szeptemberében szigorú valutakontrollt vezetett be és megszorította a portfólió kiáramlását az országból. Kiváló tudósok érvelnek a rövid távú tőkeforgalom ellenőrzése mellett, így például P. Krugmann professzor (MIT) már korán, egy évtizeddel ezelőtt a tőkekiáramlás

ellenőrzése mellett szólt, különösen válsághelyzetben. De J. Baghwati, a Kolumbia Egyetem közismert szabadkereskedelem párti professzora is élesen kritizálta a szabad (zabolátlan) rövid távú tőkeáramlást.⁶

A szabad tőkeáramlás elméleti előnyei jól ismertek: elősegíti a gazdasági jólétet, mivel a megtakarításokat a leghatékonyabb felhasználás felé kanalizálja. Sőt, a tőkemobilitás lehetővé teszi a nemzetgazdaságok számára, hogy biztosítsák magukat bizonyos kockázatokkal szemben. Ha például Mexikó átmeneti gazdasági nehézségekkel küszködik, elméletben felvehetne külföldi kölcsönt annak kompenzálására. De, érvelnek a tőkemobilitás ellenzői, ennek előnyeit a lehetséges kockázatok fényében kell mérlegelni. Dollárban kereskedni – elismerik – nem ugyanaz, mint gabonával, mivel a tőkepiacok és a valuta amúgy is számos hiánybetegségben szenved. Teljes körű információ hiányában a befektetők hajlamosak csordaszellemben, tömegesen, pletykákra, szóbeszédre alapozva nyomulni ki és be. Ezért aztán a piacok gyakran túlreagálnak, aminek igen nagy ára van. Ezek a valós veszélyek magyarázzák – a szkeptikusok szerint – azt, hogy miért nem tud a tőkemobilitás nem-hogy kézzelfogható hasznot produkálni, de még – ráadásul – jelentős többletköltséggel is jár. Az elmúlt húsz esztendőben a világ gazdaságban több mint kilencven komoly bankválság zajlott le, amelyek mindegyike meghaladta az amerikai bank-összeomlások GDP-hez viszonyított veszteségét a Nagy Gazdasági Válság ideje alatt. Van tehát némi kapcsolat a nemzetközi tőkeáramlás és növekedési dinamika, valamint a pénzügyi válságok gyakorisága között. Ez kétségtelen. A kapcsolat azonban még nem ~~jelent~~ ok-okozati összefüggést. Például Dani Rodrik, a Harvard Egyetem professzora regressziós analízist alkalmazott a tőkemobilitás és a növekedés közötti összefüggések vizsgálatára. Nem talált szilárd bizonyítékot arra, hogyan segítette volna a tőkemobilitás rendszeresen és jól mérhetően a növekedést.⁷

P. Krugmann másfelől közelíti meg a problémát. Azt állítja, hogy a gazdasági válságot követő külföldi tőkekiáramlás két egyaránt kellemetlen választást hagy a gazdaságpolitikusok számára. Vagy a csillagos égig kell emelniük a kamatlábakat, hogy megvédjék az árfolyamukat, ezáltal károsítva a hazai gazdaságot, vagy pedig hagyják összeomolni az árfolyamot, ami legalább olyan előnytelen. A tőkekiáramlás tehát megfosztja őket attól a lehetőségtől, hogy az alacsonyabb kamatlábak húzóerejével serkentsék a hazai gazdaságot. Krugmann szerint ezt az eshetőséget – válság idején mint legkisebb rosszat – csak a tőkeáramlás ellenőrzésének (szabályozás)

eszközével lehet fenntartani. Ezeket az érveket nem lehet figyelmen kívül hagyni. A tőkemobilitás, gyenge gazdasági rendszerrel kombinálva, nyilvánvalóan komoly problémákhoz vezet. Bizonyos, hogy a d-k ázsiai országok sem kerültek volna ekkora bajba, ha kézzel foghatóban liberalizáltak volna (ha például inkább a hosszú távú tőkebeáramlás felé nyitottak volna a rövid távúak helyett vagy előtt).

A tőkemobilitás ellenzésével kapcsolatosan azonban felmerül egy magától értetődő kérdés, ha annyira rossz dolog, miért olyan fontos a kormányok számára?

A tőkemobilitás védelmében

Az előbbi kérdésre a válasz talán kézenfekvő: azért, mert valós nyereséget látnak benne (várnak tőle). A tőkemobilitás a közvetlen külföldi befektetőkön keresztül magával hozza az új technológiákat, a know-how befogadás fejlődését, a tőzsde és értékpapír piacok elmélyülésével a hatékonyság növekedését és annak lehetőségét, hogy jelentős külföldi pénzforrásokat csapolhassanak meg. Az, hogy ez számokban nyilvánvalóan eddig nem mutatkozott meg, valószínűleg mérési problémáknak tudható be (emlékezzünk arra, hogy még egy évtizeddel ezelőtt is megoszlottak a szakmai vélemények afelől, hogy származik-e egyáltalán valami előny a szabadkereskedelemből).⁸ Mi több, a tőkeforgalom majdani szabályozói számára elkerülendő a Bretton-Woods korszakra való visszamerengés rózsaszínű nosztalgiaja. A hazai és a nemzetközi pénzügyeket akkor szigorú szabályok korlátozták. Jóllehet a hazai (belső) pénzügyi megszorítás a hatékony nemzetközi ellenőrzés előfeltétele, mindazonáltal senki sem kételkedik abban, hogy ez utóbbinak megvan az ára, különösen a szegény országokban, ahol arcátlan, csak magukat szolgáló kormányok rutinosan szívják el az állampolgárok megtakarításait az infláció és a negatív kamatlábak segítségével.

Ami fontosabb, vegyük figyelembe, mennyire valószínűtlen a mai elektronikusan „behálózott” világban, hogy ismét bevezessék a tőkeáramlás szigorú ellenőrzését. Egyetlen demokratikus kormány sem nézné tétlenül az egyéni szabadságjogok megnyirbálását, amivel a Bretton-Woods korszakhoz való visszatérés járna. A drákói szabályozási rendszer széles körű korrupciót szülne, és bármely engedékenyebb szabály helyett hamarosan kitalálnának egy szigorúbbat. Számos latin-amerikai ország visszaállította a tőkeforgalom ellenőrzését a 80-as évek adósválsága idején, de hamarosan

ráébredtek, hogy ezzel elrémítették a külföldi befektetőket és igen kevés hasznot produkáltak.

Szólni kell arról is, hogy napjaink globális pénzügyi problémáit mesterséges mentési akcióikkal részben a befektetők és a kormányok együttesen okozzák. Az adósság démonának kiűzése erkölcsi elégtétel is, a nem fizető állam állandó veszélyt jelent. Az ellenzők (kritikusok) azt vallják, hogy 1995-ben Mexikóban az USA és az IMF 40 milliárd dolláros mentési akciója nagymértékben növelte a jövőbeli válságok lehetőségét/kockázatát, éppen a gyorsan jövő nagyvonalú segítség „csábítása” (ti. a biztos menedék kilátása) miatt.

A tőkepiacok integrációja következtében azonban a szavazópolgárok elvárják az ilyen védőháló fenn tartását, bármilyen veszéllyel/kockázattal járjon is az. A teljesen szabályozatlan nemzetközi tőkepiac politikai szempontból ezért nyilvánvalóan elfogadhatatlan.

A globális piacok globális szabályozásának gondolata elméletben ugyan elképzelhető, de a probléma ismét a megvalósíthatóság. Kinek tartozik felelősséggel egy ilyen Globális Szabályozó. Ki fogja biztosítani, hogy nem válik majd nehézkes bürokráciává? Ami fontosabb, lesz-e kellő politikai egyetértés létrehozását és a nemzeti szabályozó szerveknek való alárendelését illetően. Olyan helyzetben, amikor nem könnyen lehet dűlőre jutni egy átfogó nemzeti szabályozó rendszer kérdésében sem, egy hatalmas, a nemzeti függetlenséget felfaló Globális Regulátor gondolata nehezen volna kivitelezhető.⁹ Lehetséges, hogy mégis, de ne várjunk tőle csodát. A nemzetközileg elfogadott irányelvek gyakran túl sokat fognak, de keveset markolnak. (túlságosan általánosak és kevés konkrétumot mondanak). A Bázeli Tőke-megfelelési Egyezmény alapelvei – az egészséges banküzemről például – hasznosak lehetnek ugyan mint általános bankpolitikai megállapítások, de részletes, és főleg kényszerítő útmutatóként nemigen használhatók a nemzeti bankfelügyelők számára.

Napjaink globális pénzügyi tervezői arról is beszélnek, hogy a bankokat arra kellene készíteni, hogy saját fedezetű elsősegély csomagot, biztosítási alapot képezzenek. A bankok nemzetközi megmentése nagyon vonzó ötlet, mégis majdnem biztosra vehető, hogy az egyéni befektetők nem helyeznék letétbe pénzük egy részét egy válságmegelőző csomag létrehozása érdekében. A gyakorlatban azonban ez amúgyis számos problémával jár. Amikor a válság beüt, nehéz a hitelezőket meggyőzni arról, hogy ne meneküljenek el. Maradásra kényszerítésük csak felerősítené a pánikot, holott az intézkedés célja éppen annak megelőzése lenne. 1998.

októberében például sokat beszéltek arról, hogy a magán-szektor hozzájárul Brazília 41 Mrd dolláros elsősegély csomagjához, ami végül is nem valósult meg, mivel a bankok, attól tartva, hogy nekik is hozzá kell járulniuk a megmentési akcióhoz, hihetetlen mértékben összezsugorították braziliai pozícióikat, tovább rontva a helyzetet.

Globális pénzügyek: kevés reális reformterv

Nézzük ezek után, hogy milyen megoldási tervezetek születtek egy esetleges, tehát a belső nemzeti egységet és szabályozásokat, illetve a nemzetközi tőkeáramlás további liberalizációját szabályozó kereteket és a nemzeti „egyensúlyozási” törekvéseket valahogy harmonizáló globális pénzügyi koordinációra!

Lényegében az emlékezetes 1987. októberi New York-i tőzsdekrach óta egyre gyakoribb nemzetközi pénzügyi válságok, azok kiterjedtsége, méretei mindinkább sürgetővé teszik egy olyan megreformált, nemzetközi pénzügyi rendszer kialakítását, amely gyakorlatilag új alapokra helyezné a Bretton Woods rendszert. A reformelképzelések között szerepel akár egy nemzetek fölé helyezett Globális Központi Pénzügyi Szabályozó, vagy „Globális Központi Bank” kialakítása. A nemzetközi pénzügyi folyamatokban már feltétlenül megszületett egy ilyen intézmény igénye. Ezen igény lényege, hogy kellően szabályozott, mindenki által azonosan értelmezett elvek mentén és kellő fegyelmező eszközökkel bíró rendszerben kellene egyesíteni a szabályozás tekintetében a jelen pillanatban meglehetősen széttagolt nemzeti pénzügyi piacokat.

1995-ben a G-7 (a hét vezető OECD országot tömörítő csoport) megrajzolta egy új nemzetközi pénzügyi építmény (New International Architecture) körvonalait, amely belső tanulmányokon, konferenciákon kialakított meglehetősen hangzatos és nagyreményű javaslatoktól jutott el végül egy konkrét elképzelésig. 1998. októberében határozták el a legfejlettebb ipari országok egy új nemzetközi pénzügyi rendszer kiépítését. A konkrét, de még végső pilléreit illetően nem teljesen tisztázott új felépítmény azonban rendkívül sok vitát mutat. Az új globális pénzügyi intézményi rend kialakításának egyik legfőbb gondja, hogy túl sok a magát egyaránt fontosnak tekintő és kellő befolyással bíró szereplő.¹⁰ Az IMF a nemzetközi pénzügyi rendszer változatlan kulcsszereplője, de jövőbeli funkciója erősen vitatott. Az IMF központi bürokráciája munkája végeredményét tekintve a fő részvényesek akaratát, így min-

denekelőtt az USA és a fejlett ipari országok nemzetközi pénzügyi stabilizációra vonatkozó áldozat- és kockázatvállalási törekvéseit fejezi ki. Eredeti funkcióját – a tagországok rövid távú fizetési nehézségeinek az áthidalását – az intézmény ugyan még mindig teljesíti, az IMF-el szemben támasztott globális finanszírozási igények azonban már jelentős mértékben túlhaladták a szervezet anyagi és szervezeti lehetőségeit. Az 1990-es évek számos, jellegében globális válsággal fenyegető – így pl. az 1992-es mexikói, az 1997-es dél-koreai és az 1998-as oroszországi, illetve brazil – pénzügyi szituációjában az IMF nem tudott, és nem is kívánt egy nemzetközi központi bank szerepében fellépni, bár ilyen feladatokat is kívántak tőle. Sok vészhelyzetben, a száz milliárd dollárt is meghaladó kölcsönöket igénylő ország majdhogynem úgy tekintette az IMF-et, mint „lender of last resort”-t tehát, mint végső hitelezői funkciót is betöltő intézményt. Látni kell azonban, hogy a száz milliárd dollár feletti összegek, amelyek egy közepesnél kisebb ipari ország GDP-je nagyságrendjének felelnek meg, már meghaladják az IMF tartalékpotenciáját és az általa mozgósítani képes hitelezési gépezet kapacitását is. Ezért rendkívüli lépésekre volt szükség mind a dél-koreai, mind a brazil, mind az orosz pénzügyi válságok kapcsán.

A globális pénzügyi reformokat alkotó konkrét elképzelések nagyon vegyesek és szerteágazók. A szóba került megoldási konstrukciók elméletileg is sokszínűek, több irányba mutatnak, és a meglévő politikai-gazdasági erőviszonyokat sem mindig tükrözik hűen. Ezért sokuk inkább akadémikus illúzió, mint ténylegesen megvalósítható konkrét tervezet. A leglényegesebb különbségek „elméleti síkon” is a tőke szabad áramlását és a valutaárfolyamok adekvát rendszerét illetően alakultak ki. De miután a megálmodott új rendszernek az elméleti alapjai is nagyon bizonytalanok, ezért nem igen valószínű, hogy hamarosan jelentős változásoknak néznénk elébe. A reformelképzelések az IMF teljes megszüntetésétől, a szigorú nemzetközi tőkeforgalmi előírások bevezetésén át, egy „világvaluta” bevezetéséig és egy Globális Központi Bank felállításáig húzódnak. Ahhoz, hogy ezeket komolyan lehessen venni, minimum két feltételnek eleget kell tenni.

Nem indokolt, hogy az új elképzelés a jelenlegi pénzügyi hegemonia *status quo*-ját alapjaiban átrendezze, mert így a megvalósításra nem sok esélye van, márpedig a gyakorlat próbáját is ki kell állnia.

Ezért talán állítható, hogy minél radikálisabb változásokban gondolkodik egy tervezet, annál kevésbé valószínű a tényleges megvalósítás sikere. Ezzel mindenképpen tisztában kell lenni.

Nézzük a legfontosabb elméleti argumentációkat a fokozott nemzetközi tőkemobilitás és liberalizáció, vagy ennek ellentéte, az erőteljesen szabályozott áramlási keretek kérdésében. A tőke mozgások valamilyen nemzetközi protokoll szerinti kialakítása az 1990-es évek vége óta divatban van. Sokan a politikusok közül, de az akadémiai körökön belül, sőt a tőzsdei szakemberek közül is (ideértve pl. Soros Györgyöt) visszakívánják a Bretton Woods rendszerben kialakult harmonikus, kötött árfolyamú és nagymértékben szabályozott, de válságmentes időket. Az MIT ismert professzora, Paul Krugman pénzügyi válság idején a tőke mozgások kontrollját javasolja. Egy másik, a nemzetközi közgazdaságtan nem kevésbé ismert alakja, Jagdish Baghwati, a Kolumbia Egyetem professzora, aki egyébként a liberalizmust hirdető, többnyire szabadpiaci nézeteiről ismert, a tőke mozgásokban a teljes liberalizmust úgyszintén nem látja indokoltnak.¹¹

Márpedig a szabad tőke mozgáshoz köthető, a nemzetközi statisztikákból is klasszikusan előtűnő előnyök ténye aligha vitatható. A század első kétharmadában a szabad tőke mozgás biztosította erőforrás-átcsoportosítás jólétet fokozó és a világkereskedelem, a világtermelés növekedését jelentősen meghaladó bővülési ütemét szokták gyakran idézni; a kereskedelem kétszer-háromszor akkora ütemben nőtt, mint a világ-GDP. De a megtakarítások és a nemzetközi forrásigények globális piacainak megteremtődése a világ gazdaság egésze szempontjából szintén áldásosnak minősíthető, az erős megtakarító és így otthoni tőkefelöléssel bíró, valamint a külső forrásigénnyel rendelkező országok számára egyaránt. A tőkéletlen piacok, az információs probléma, a nemzetközi viszonylatban kifejezetten bonyolulttá váló morális kockázatok azonban hamar megmutatták a liberalizmus árát, különösen szélsőséges esetekben. Ismert dolog, hogy egy adott helyzetben a liberalizmus a legerősebbnek kedvez; a szegényebb országok gyakran kiszolgáltatott helyzetbe kerültek. Továbbá a pénzpiacok túlkapásai, a menekülés csordaeffektusa (a vakon egy irányba való haladás) komoly károkat okozott (pl. Malájziában, ahol 1997-ben a nemzeti valuta értéke több mint a felét elveszítette néhány hét leforgása alatt).

De nem rejthető véka alá, hogy vannak a tőkeliberalizációt szkeptikusan fogadó véleményeket erősítő statisztikák is, amelyek szintén gondolkodóba kell ejtsék a megfigyelőt. Ilyen például az a sokat idézett adat, mely szerint, amíg a Bretton Woods rendszer idején – tehát 1945-1973 között – a fejlett ipari országok gazdaságai évi átlagban kb. négy százalékkal nőttek, addig az 1974-

1999-es időszakban ennek még a fele sem alakult ki mint átlagos éves növekedési mérőszám. Nem mehetünk el szó nélkül amellett sem, hogy az elmúlt húsz év több mint kilencven nagyon súlyos nemzetközi következményekkel járó pénzügyi, banki válságot is produkált. Az e válságok kapcsán keletkezett veszteségek mindegyike meghaladta az amerikai bankrendszer által elszenvedett veszteség szintjét a Nagy Gazdasági Válság idején (utóbbi a GDP szintjében mérve). Talán nem érdektelen elmondani azt sem, hogy kifejezetten zárt, verifikálható logikai kapcsolatot nem lehet találni a tőkemobilitás és a gazdasági növekedés között. Sőt, empirikus tanulmányok, mindenekelőtt Dani Rodrik (Harvard Egyetem) kutatásai szerint, nem található egyértelműen mérhető összefüggés (erős, kellően szignifikáns korreláció) a két tényező között.¹²

De említhetők egyéb kellemetlen fejlemények is. A zabolátlan nemzetközi tőke mozgások okozta torz világgazdasági tagozódásra és a társadalmi szervezetek szöveteinek a szétszakadására hívta fel a figyelmet már 1944-ben az osztrák gazdaságtörténész, Karl Polányi. Polányi szerint a maguk nemzeti sajátosságait megőrző kapitalizmusok együttélése mint fejlődési út több sikerrel kecsegtet a nemzeti korlátok teljes széthullásánál, és egyfajta világkapitalizmust jelent. A globalizációs előnyökből nem, vagy alig részesedő elmaradott országok nézőpontja is ehhez hasonló.¹³

Ugyanígy vélekedik e kérdésről a szintén nagy tekintélyű Charles P. Kindleberger, az MIT emeritus professzora, aki a kapitalizmus kezdeteihez visszanyúló legújabb elemzésében azt állítja, hogy a decentralizált és a nemzeti szuverenitását megőrző kapitalizmus eredményesebb lehet, mint egy globálisan centralizált és integrált. Az előttünk álló évtizedben a világgazdasági fejlődés nagy dilemmája, hogy a kialakult szervezeti keretek nagyfokú tehetetlenséget mutatnak, ezért a nemzeti decentralizált és globálisan centralizált fejlődési utak közötti váltás az igények és körülmények megváltozásával nem könnyű.¹⁴

P. Krugman a tőkemobilitás korlátozását azért tartja fontosnak, mert válság idején a robbanásszerűen kivonuló külföldi tőke a hazai kormányzatok kezében két, egyformán életveszélyes válságkezelési receptet hagy csak: vagy az égbe kell emeljük a kamatlábakat a saját valutájuk védelmében, amivel lefagyasztják a gazdaságot; vagy engedik valutájuk összeomlását. A nagy mennyiségben kiáramló tőke megfosztja őket a kamatcsökkentés, és ezáltal a gazdasági élénkítés szükséges eszközétől. Ennélfogva P. Krugman a pénzügypolitikai

válaszok közül, különösen válság szituációkban, a tőke-forgalom korlátozását tartja a legkisebb rossznak.¹⁵

A teljes liberalizációt kritizáló érvek ugyan önmagukban erősnek tetszenek, de az igazi kérdést mégsem válaszolják meg: ha ugyanis a liberalizáció ennyire kellemetlen helyzeteket teremt, akkor a kormányok mégis miért liberalizálnak erős ütemben, sokan egymással is versengve, a külföldi tőke kegyeit keresve? A válasz nem egyszerű. Nézzünk ezért egy pár, a liberalizáció mellett szóló érvet is!

A szabad tőkemozgás előnyeit nem nehéz azonosítani. Túl azon, hogy a külföldi, esetleg olcsóbb és nagyobb csomagokban megkapható pénzügyi forrásokhoz hozzá lehet jutni, tudni kell, hogy e források megszerzése mellett egyéb előnyöket is realizálni lehet. Így főleg a közvetlen beruházásokból (foreign direct investment) technikai-technológiai ismereteket, tudást, menedzsment kultúrát. A nemzetközi részvénybefektetés kockázatkiegyenlítő, -megosztó, -diverzifikáló hatásai szintén önmagukért beszélnek. Ezek az előnyök számottevőek és gyakran kellően vonzóak is ahhoz, hogy egy nemzeti kormányzat lemondjon a külföldi tőke korlátozásáról. Ennek kapcsán nem árt emlékeztetni arra a sok országban előálló helyzetre, amikor a tőkeforgalom korlátozása ugyan szigorú, mégis eredménytelen: ha a korlát kellően kemény, esetleg drákóian szigorú, akkor is könnyen a korrupció és a megkerülő műveletek melegágyává válik, a végeredmény pedig kérdéses. Az 1980-as években sok latin-amerikai ország, de főleg Chile próbálkozott az adósságválságát tőke kiviteli korlátokkal enyhíteni, igen kevés sikerrel.

Azok a, főleg az USA-ban népszerű szabadpiaci és a teljes liberalizmust támogató elméleti megfontolások, amelyek befolyása legalább olyan erős, mint a korlátokat propagáló nézeteké, nem a piaci instrumentumokban látják a bajok okát, hanem inkább a közvetítő intézményekben, így mindenekelőtt az IMF-ben. Sokan, így például olyan neves közgazdászok mint George Shultz, az egykori amerikai pénzügyminiszter, vagy Anna Schwartz, a jeles gazdaságtörténész, a pénzügyi közvetítésben lévő morális kockázat veszélyét emelik ki. Azt hangsúlyozzák, hogy azért alakulnak ki súlyos méretű, globális pénzügyi válságok, mert a szereplők szinte biztosak a „megmentő” sereg eljövételében (értsd: az IMF segélycsomagjában). Azért a hitelfelvevők mind az egyéni befektetők, mind a nemzeti kormányok szintjén – a hitelezési körülmények hiányában – gyakorlatilag a segítségnyújtó hitelszervezet, az IMF vállára tolják a kockázatok és ezzel a valódi terhek viselését. A Mexikót

megmentő emlékezetes, 1995-évi negyven milliárd dolláros IMF segélycsomag „túl” gyors érkezése után ez a megfontolás egyre valóságosabbnak tűnt, mert így más országok és befektetők is méltán reménykedhettek egy ilyen gyors és kellően nagyvonalú segítségben. A dolog azonban – vélhetően – nem ilyen egyszerű. A remény ugyanis még nem pénz, hiszen az IMF forráshoz csak nagyon kemény feltételek teljesítése esetén lehet jutni. Az IMF segítség tehát nem olyan „jó mulatság”, inkább keservet és némi megalázkodást jelent a hitelt kérő kormányzatok számára. Az egyszerű befektetők bizakodása az IMF segítségnyújtásában noha racionális, de mégis látni kell, hogy akkor, amikor az IMF mint segítségnyújtó belép, addigra az egyéni befektetők már régen jelentős veszteségeket szenvedtek, amelyeket esetleg elkerülhettek volna a befektetés elhagyása, illetve alaposabb vizsgálata esetén. De eleve veszteségre számítva senki nem fektet be! Ezt az érvet aligha kell támogatni.

A morális kockázatok tehát feltétlen jelen vannak, az ellenük való hatékony védekezés azonban nem nagyon látszik kikristályosodni. Egy dolog biztosan látszik; ahogyan nő a nemzetközi befektetések és tőke mozgások integrációja, az egyes nemzeti piacokat összekötő globális elektronikus hálózat, úgy növekszik az igény a rendszerben lévő bizonytalanságok és kockázatok elleni valamilyen típusú védekezésre. Ahogy ez az igény a nemzeti pénz- és tőkepiacokon jó egy évszázada már megfogalmazódott és kielégítést is nyert, úgy feltétlenül ki kell alakulni a globális pénzpiacokat biztosító rendszereknek is. A nemzeti szabályozás lényege is az volt, hogy a szabadpiac vadhajtasait lenyesegették, kockázati betétbiztosítási alapokat létesítettek, a kockázatokat megosztották, a központi bank intézményét folyamatosan erősítették. Hierarchikus rendszerszerveződés nélkül azonban nehezen képzelhető el egy egységes, kellő fegyelmező erővel bíró, biztonságot és végső mentsvárat, utolsó hitelezői menedéket (lender of last resort) kínáló központi, globális intézmény. Stanley Fisher, az IMF vezető szakértője szerint, a végső hitelezői, pénzteremtési szerep nem is kell egy ilyen globális mandátumú intézménynek, mert az is elegendő, ha ez a „Globális Központi Bank” megfelelő tartalékokkal rendelkezik. A globális pénzteremtés igénye egyenlő egy világvaluta bevezetésének igényével is. Ezeknek az elképzeléseknek a realitása azonban akár az elkövetkezendő öt-tíz éves távlatban is csekélynek látszik. A meglévő nemzeti bankrendszerek jóval nagyobb bizodalommal lehetnek egy Globális Csődbíróság, illetve egy Globális Pénzpiaci Bankfelügyelet kialakítása iránt. Ilyen, nemzetekfeletti

intézmények kialakítása mindazonáltal rendkívül komoly akadályokba ütközik. El kell ugyanis dönteni, hogy milyen országoknak, vagy országnak lenne a kezében a végső autoritás, amellyel a „Globális Bankfelügyelet”-et befolyásolna. Hasonló a helyzet a Globális Csődbíróssággal is. A nemzeti pénzügyi piacok hatékony működése nem képzelhető el megfelelő erejű és kellő gyorsasággal intézkedő csődbírósságok nélkül. De egy, a nemzetek felett álló „Globális Csődbírósság” felállításával szemben – nem nehéz belátni – komoly aggályok sorakoztathatók fel. Ezt bizonyítandó a legfejlettebb pénzügyi piaccal rendelkező USA-ban sem sikerült egy olyan minden szövetségi államot teljes egészében átfogó, federális csődbíróssági hálót kiteríteni, amelyik elől nincs menekvés. Talán nem nehéz belátni, hogy milyen akadályokba ütközik a globális és a sajátos függetlenséget élvező offshore pénzügyi piacok esetében egy ilyen nemzetközi háló megszövése, majd teljes kiterítése.

A reformtervek összefoglalásaként végül azt lehet mondani, hogy az összes jelenlegi elképzelés egy „Globális Központi Bank”, egy „Globális Bankfelügyelet” és egy „Globális Csődbírósság” intézményeinek a megteremtésére a szabályozási igény logikáját illetően ugyan életre való, de a megvalósítás előtt rendkívül komoly politikai és nemzetközi gazdasági érdekek torlódhatnak. Ezek az akadályok ugyanis többnyire a már meglévő, a nemzeti pénzügyi piacok szintjén megvalósult és kipróbált intézmények „lefokozását” jelentik. Az egyes nemzeti pénzügyi piacokon helyben jól használható elvek és törvényi szabályozás olyan egységes nemzetközi rendszerbe való gyúrása, amely mindenkinek tetszik, nagyon nehezen képzelhető el. Egy új, szellemében teljesen más kínáló nemzetközi pénzügyi rendszer kialakítása ezért több okból is nagyon távolinak tűnik.

Ne felejtjük el, hogy annak idején Bretton Woodsban lényegében két ország, Anglia és az USA, illetve a hozzájuk kötődő két személy, *J. Maynard Keynes* és *Harry Dexter White* dominálták az új rendszer kialakításának körvonalait. Annak ellenére, hogy ott több mint hétszáz delegátus és általuk a világ akkor fejlettnak számító fele vett részt, a törekvések egy irányba mutatnak. Jelenleg a világgazdaság fejlett és fejletlenebb (eufémisztikusan „fejlődő”-nek nevezett) országainak jóval népesebb csoportja szeretne beleszólni az új rendszer kialakításába, legalábbis az elvek szintjén. A radikalizmus e tekintetben ezért feltehetően kizárt. A jelenlegi helyzetben a nagyobb pénzügyi válságok megelőzése és korai jelzése jelölhető meg reális stratégiaként. Ilyen reális változtatásnak tűnik az egyébként

helyesnek bizonyult nemzeti bankfelügyeleti és -szabályozási mechanizmusok, protokollok szigorítása, valamint az ösztönzők és a büntetések állandó felülvizsgálata. A reformfolyamat elején célszerű tehát a szabályozás egységesítését előbb legalább nemzeti szinten kipróbálni, majd később, a megvalósult nemzeti gyakorlatokat közösen ellenőrizni, és fokozatosan nemzetközivé tenni.

A jelenlegi nemzetközi pénzügyi folyamatokat reálisan szemlélve megállapítható, hogy nincs olyan nemzetközi apparátus – még az IMF sem –, amelyik hatékonyan tudná ellenőrizni mondjuk az egyes nemzeti bankrendszerekben működő, de komoly nemzetközi tevékenységet is folytató kereskedelmi bankok tőke-megfelelési mutatóit, vagy akár tartalékainak valós szintjét. Első fázisként talán elképzelhető a szigorú nemzeti önszabályozás esete is. Ekkor az érintett Nemzeti Bank (mint ahogy pl. 1991-ben Chilében) bevezeti a külföldi hitelek után felvett kötelező extratartalék-képzés követelményét (amely adott esetben elérheti a felvett hitel 20-30%-át is). Chile esetében ez a gyakorlat azt jelentette, hogy bármely külföldön felvett hitelből 20-30%-ot a központi bankban kellett elhelyezni. Ez a szabályozás azonban csak egy ideig működött, és igen nagy ára is volt. A belső kamatokat ugyanis fel kellett tornászni ahhoz, hogy kellő forrásképződés történjen, mert a külföldi hitelforrás hamar kezdett elapadni (ma már erre nincs szükség, a külföldi hitel után képezendő tartalék szintje jelenleg nulla).

Az ezredforduló világgazdaságában speciális eseteket képviselnek a nemzetközi szakzsargonban csak „feltörekvő piacok”-nak (emerging markets) titulált gazdaságok, amelyeknek – fiatal és a kapitalizációban kicsi – részvény- és kötvénypiacai különösen sérülékenyek lehetnek nagyobb nemzetközi válságok idején. Feltétlenül látni kell, hogy a meglehetősen laza definíciójú „feltörekvő” jelzős besorolás egészen más fejlettségű, népességű és termelési potenciájú országokat vesz egy kalap alá pusztán azon az alapon, hogy ezekben az országokban érdemesnek látszott nagyobb arányú portfólió- és esetleg, közvetlen külföldi befektetéseket is eszközölni, mert e részvény- és kötvénypiacok növekedési potenciálja az 1990-es évtized egészében nagyobb volt a világgazdaság átlagánál.¹⁶

Ennek az országcsoportnak legfontosabb közös gyenge pontja – talán Kínát (és Hong-Kongot) kivéve – az, hogy pénzügyi mérete a globális pénzügyi mozgások átlag forgalmához képest kicsi. Amíg ez a helyzet, addig a valutakockázatok is folyamatosan jelentősnek tekinthetők, és semmiképpen nem ideiglenesek. Néhány nagyobb befektetési alap együttes fellépése alaposan

kikezdheti e piacok ellenálló képességét. Egy-egy nagyobb külföldi vásárló, vagy éppen eladó könnyen kibillentheti a normális ártrendet északi vagy déli irányba. Az arányokat jól érzékelteti, hogy egy közepes vagy nagyobb méretű amerikai bank mérlegfőösszege elérheti sok feltörekvő ország GDP-jét, vagy esetleg a nagyobb befektetési alap vagy nyugdíjpénztár által kezelt éves összeg kiteheti egy kis feltörekvő piac tőzsdei forgalma teljes évi tranzakcióinak nagyságrendjét. Ilyen arányok mellett ezen országok számára a valutaárfolyam-lebegtetés és a nemzetközi tőkepiaci integrációba való bekapcsolódás csak fokozatosan képzelhető el, speciális fékek és stabilizáló mechanizmusok folyamatos beépítésével.

Nincs tehát egységes recept a helyes valutaárfolyam, illetve a folyó fizetési mérleg és a tőkeforgalmi tranzakciók liberalizációjának fokát illetően. A regionális valutaunió, vagy egy kitüntetett valutával együtt mozgó lebegtetés ugyan alternatíva lehet, de itt sem létezik egyértelmű útbaigazítás a helyesen megválasztandó utat illetően, még az elmélet szintjén sem. A gazdaságpolitikában, a monetáris politikáért felelős döntéshozó egyet tehet – és ez a közgazdaságtani elméletek által ajánlott receptekre általánosan igaz –, hogy számba kell vennie a választott út előnyeit, hátrányait és alternatív költségeit. Meg kell nézni a meglévő ellentétes érdekeltségeket és lehetőségeket, majd – jó intuitív érzékkel – ki kell választani a történelmi tapasztalat, valamint más országok tapasztalata alapján a keletkező előnyök és hátrányok olyan kombinációját, amely a kitűzött hosszú távú célt jól szolgálja. Ha a kitűzött hosszú távú cél a tőkepiacokba való fokozott integráció és tőkeforgalom mind erőteljesebb liberalizációja, akkor ennek kell alárendelni mind az árfolyam, mind pedig a tőkebefogadási politikákat szabályzó belső mechanizmusokat is. Nem lehet kétséges, hogy hosszú távon a nemzetközi tőkepiacok nyitottsága által kínált előnyök nagyobbak, mint az elzárkózás által kínált rövid távú hasznok. A globalizációból származó előnyöket megszerezni csak akkor lehet, ha e folyamatot nem megállítani, fékezni, attól nem elzárkózni próbálunk, hanem abba tartós kapcsolódást biztosító illeszkedési mechanizmusokat igyekszünk kialakítani.

Szabad tőkeáramlás és rugalmas valutaárfolyamok

*Egy egyszerű, de praktikus megközelítés:
a Fleming – Mundell – modell*

A nézetek megosztottságát mutató bevezető megfontolások után nézzünk egy analitikus keretet, amelyből a

gyakorlat számára is kihámozható néhány egyértelmű összefüggés.

Az ezredfordulón a világ gazdaságban a nemzetközi tőkemozgások egyre inkább liberalizált keretek között valósulnak meg. A tőkemérleget és a folyó fizetési mérleget befolyásoló tranzakciók rendjét szabályozó nemzeti intézkedések mind szabadabb és megengedőbb feltételeket szabnak a nemzetközi tőkeáramlások számára.

A globális pénzügyi folyamatok okozta nemzeti gazdaságpolitikai problémák megértésének egyik legjobb és a valóságot a fejlett ipari államok vonatkozásában leginkább közelítő elméleti eszköze a Fleming – Mundell – a továbbiakban F-M – modell. Az amerikai-kanadai közgazdász duó nevéhez fűződő modellnek a rugalmas valutaárfolyamokat és szabad tőkemozgást feltételező változatát tekintjük. Nézzük, mit mond számunkra ez a sokat hivatkozott modell!

Induljunk ki a következő alaphelyzetből: a nemzetközi tőkeáramlást alapvetően a hazai és a belföldi reálkamatok közötti különbség mozgatja; a valuták árfolyamait pedig lényegében a piac alakítja. Egy ilyen elméleti keretben a belföldi pénzügyi hatóságok által folytatott pénzügyi politikák monetáris és fiskális eszköztára csak korlátozott hatékonysággal működhet. Ha a központi bank jóvoltából a belföldi kamatszint emelkedik, az növeli a tőke beáramlását és gátolja a kiáramlását, s egyben javítja a fizetési mérleget. Az F-M-modell elméleti konstrukciójában – de a valóságban is – egy teljesen liberalizált környezetben két fejleménnyel lehet számolni:

1. *Lebegő vagy rugalmas árfolyamokat feltételezve, a monetáris politika lépéseinek bizonytalansága – azok végső eredményét illetően – növekszik.*
2. *A pénzügyi kormányzatok ugyan korlátozottan, de mégis képesek a monetáris és fiskális szabályozás eszközeit felhasználni a belső és a külső egyensúly megteremtése érdekében anélkül, hogy egyúttal az árfolyamot is erősen és közvetlenül befolyásolni igyekeznének.*

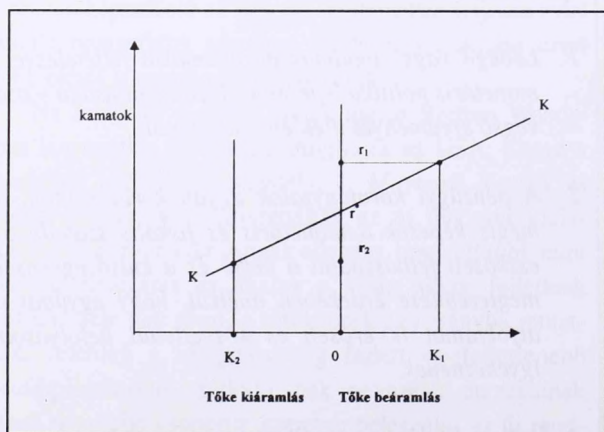
A fentiek általános megállapítások, amelyhez kapcsolódóan elméleti és gyakorlati komplikációk, kivételes helyzetek is szép számmal adódnak. Ezekkel itt most nem foglalkozunk.¹⁷

Nézzük ezek után a részleteket és az F-M-modell belső logikáját!

Kiinduló feltételezés, hogy egy olyan országot tekintünk a modellben alapesetként, amely ország kellően kicsi ahhoz, hogy saját pénzfolyamatai jelentősen ne befolyásolják más országok ár- és jövedelemviszonyait, kamatszintjeit. A modellben a belső árszínvonal adott és kötött; a pénzkínálatot a központi bank ellenőrzi, a kamatok szintjét ő állapítja meg. Továbbá, a belföldi és a külföldi kötvények egy belföldi befektető szemszögéből nem tökéletes helyettesítői egymásnak (imperfect substitutes – nem teljes mértékű helyettesítés), tehát a kamatkülönbség változása esetén a befektetőknek csak egy része megy át egyik, hazai kötvényből egy másik, külföldi kötvénybe. Ezért a magasabb reálhozamú kötvény iránti keresletnövekedés nem váltja ki a meglévő hozadéki különbség eltűnését. A központi bank nyílt piaci műveletekkel (NPM) tudja befolyásolni a kamatok szintjét. Vétellel növelheti a pénzmennyiséget és csökkentheti a kint lévő kötvényállományt, kötvény eladással pedig csökkentheti a pénzmennyiséget és növelheti a hazai kötvények hozadékát. Az F-M-modellben egy állandó kamatkülönbség állandó tőkeáramláshoz vezet. Tegyük fel, hogy a belföldi központi bank megemeli a kamatlábakat (miután az árszínvonal kötött, ezért ez mindig reálhozam emelkedést jelent). Ekkor a külföldiek kereslete a belföldi kötvények iránt megemelkedik, és amíg a különbség fent áll, a külföldiek növelik a saját portfóliójukban meglévő belföldi kötvények állományát. Ezt illusztrálja a 1. ábra.

1. ábra

Kamatlábak és tőkeáramlás az F-M-modellben



A KK egyenes mutatja az összefüggést a hazai és a külföldi kamatlábak szintjei és a tőkeáramlás vonatkozásában. A függőleges tengelyen a belföldi és külföldi kamatszintek, a vízszintes tengelyen a tőke be-, illetve kiáramlás mértéke a vizsgált változó.

Ha a külföldi kamatláb or^* , akkor a belföldi kamatszintek or_1 , illetve or_2 függvényében beszélhetünk OK_1 tőkebeáramlásról, OK_2 kiáramlásról. A KK egyenes meredeksége a hazai és a külföldi kötvények közötti helyettesíthetőség mértékétől függ. Ha a helyettesítés majdnem teljes, akkor a KK egyenes vízszintes-közeli. Tökéletes helyettesíthetőséget feltételezve azonban a központi bank elvesztené ellenőrzését a kamatszintek kontrollja felett. Minél nagyobb a helyettesítés foka, annál nagyobb mértékű központi banki beavatkozás szükséges a meglévő kamatdifferencia, és ezáltal a tőkebeáramlás fenntartásához. A helyettesítés mértéke a befektetők kockázattvállalási hajlamától függ.

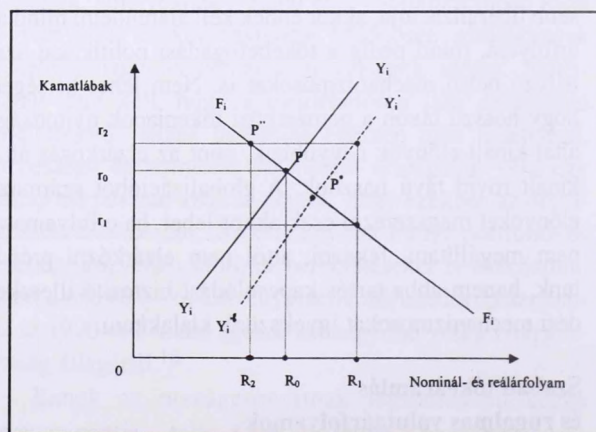
Az F-M-modellnek azt a feltételezését, miszerint a tőkeáramlás folyamatos, sok kritika érte. Mégis, rövid távú elemzés céljára és a belföldi pénzügyi szabályozás, valamint a globális szabályozás korlátjainak, illetve lehetőségeinek a megvilágítására kitűnően alkalmas!

◆ Tőkeáramlás és árfolyam-rugalmasság

Hogyan befolyásolják a tőkeáramlások az árfolyamokat? A rövid válasz: minél érzékenyebb a tőkeáramlás a kamatkülönbségekre, annál érzékenyebben reagálnak az árfolyamok is. A változások logikájának modellezésére tekintsük a 2. ábrát.

2. ábra

Rugalmas árfolyamok intenzív tőkeáramlás esetén (F-M-modell)



A függőleges tengelyen a kamatláb-alakulás (alakítás), a vízszintes tengelyen a hazai valutaárfolyam a változó, a nagyobb „R” leértékelődést jelöl. Az F_1 F_1 egyenes negatív meredekségű, mely azon pontok mértani helye, amelyek a külső egyensúlyt biztosítják a valutaárfolyam

és a kamatok függvényében. Az Y_i , Y_i egyenes azon pontok mértani helye, amelyek a belső pénz- és áru piacok egyensúlyát jelentik. Ez az egyenes pozitív meredekségű, mert a leértékelődés, tehát amikor az „R” nő, a keresletet a haza termékek irányába tolja el, mely eltolódást kamatemeléssel lehet kompenzálni (változatlan fiskális feltételek mellett).

Egy alacsonyabb kamatszint r_1 kétféle hatással lehet a fizetési mérlegre.

↳ Rontja a folyó fizetési mérleget (FFM), mert növeli a belső felhalmozást és az importot, rontja a tőke mérleget, mert a belföldi befektetők a külföldi kötvények felé fordulnak. Ezért az F_i , F_i egyenes meredekségét két tényező határozza meg, amelyek nem érintik az Y_i , Y_i egyenest. Ezek: az importhajlandóság határrátája és a tőkeáramlás kamatérzékenysége. Ezen két tényező bármelyikének emelkedése csökkenti az F_i , F_i meredekségét. Ha a belföldi és a külföldi kötvények tökéletesen helyettesíthetők, akkor a F_i , F_i horizontális és a kamatkülönbség 0, azaz a belföldi és a külföldi kamatszint azonos.

↳ Rugalmas árfolyamokat feltételezve a valutapiac automatikusan egyensúlyba kerül, amely így végül is a külső egyensúlyt is szabályozza. Ezáltal pedig a belső egyensúlyt a monetáris politika kell, hogy szabályozza.

Érdemes meggondolni, ha a valutaárfolyamok viszonylatában az F_i , F_i jóval érzékenyebb, azaz kisebb meredekségű, mint az Y_i , Y_i , akkor jóval nagyobb óvatosság indokolt a központi bank bármilyen lépésénél. Ha ugyanis nem veszi figyelembe a monetáris politika által gerjesztett árfolyamváltozásokat, ez esetben akár robbanásszerű árfolyamváltozásoknak és jövedelemlengázásoknak is kiteszi a gazdaságot.

Ennek belátására gondoljuk meg a következőket!

Legyen pl. jelentős növekedés a belföldi munkaerő inputban, amely a belső egyensúlyi jövedelmet felfelé kényszeríti. Ennek eredményeként az Y_i , Y_i egyenes eltolódik jobbra: Y_i' , Y_i' . Ezt követően az összkeresletet kamatcsökkentéssel lehet növelni. Ha a kamatcsökkenés nyomán or_0 -ból or_1 lesz, akkor az ennek nyomán kialakuló túlkereslet inflációs nyomást gerjeszt (a P' , az Y_i' , Y_i' alatt van). Ezért a monetáris politikának ezúttal

ellentétes irányba kell lépnie, azaz szűkíteni kell. Magasabb kamatláb szükségeltetik, tehát, or_1 -ből or_2 lesz, és a valuta felértékelődik (R_2 ez utóbbi valutaárfolyamnak felel meg). Az elindult inflációs nyomás folytán a központi bank újra módosítani kényszerül, és konkrét lépései a P , P' , P'' lesznek, és így tovább. A lényeg, hogy a gazdaság nem közeledik a P^* ponthoz, ahol az eredetileg elmozdult Y_i , Y_i találkozik a mozduatlanul maradt F_i , F_i -vel, hanem ellenkezőleg, attól távolodik. Ez a rendszerben lévő immanens instabilitás mindazonáltal nem azt jelenti, hogy a rugalmas árfolyam mint olyan nem használható gyakorlati árfolyamrendszer, hanem csak azt, hogy a központi bank nem követhet kizárólag csak belföldi egyensúlyi célokat. Mindenképpen tekintettel kell tehát lennie a valutaárfolyamokra is. Ellenkező esetben ugyanis éppen a megbolydult valutaárfolyam okozhat súlyos belföldi egyensúlytalanságokat. Ez a valutaárfolyam felett őrködő, de eredendően még sem beavatkozó, központi banki politika az F-M-modell talán legfontosabb mondanivalója.

Jogosnak tetszik a felvetődő kérdés, miért nem lehet kizárólag fiskális eszközöket használni a belső egyensúly fenntartására? Anélkül, hogy az ehhez kapcsolódó részleteket és bonyodalmakat itt áttekintenénk, elmondható, hogy intenzív nemzetközi tőkeáramlás és rugalmas árfolyamok esetén, a fiskális politika mint hatékony szabályozó eszköz mindinkább elveszíti átütő erejét.¹⁸

Általános érvényű konklúzióként lehet rögzíteni az F-M-modell logikáját: rugalmas valutaárfolyamokat feltételezve, a tőkemobilitás intenzitásának függvényében nő a monetáris politika jelentősége, és csökken a fiskális eszközök hatékonysága. Teljes vagy tökéletes tőkemobilitást feltételezve a fiskális beavatkozás ereje teljesen eltűnik. A nemzetközi pénzügyi rendszer résztvevői, a nemzeti államok, a fiskális eszköztárban és általában a költségvetési mechanizmusokban meglévő gazdaságpolitikai játéktér létét látják veszélyeztetve, mert ez a jövőben egyre inkább nemzeti szuverenitásuk feladását jelentheti.

◆ *Globális pénzügyi koordináció: a lehetetlen „szent-háromság”*

Az F-M-modellben is megjelenő egyensúlyi logika eléggé könyörtelen:

a globális pénzpiacokhoz harmonikusan illeszkedni kívánó gazdaságpolitikának, illetve a pénzügypolitikának nemzeti felelőseinek három olyan célra kell egyszerre

figyelniük, amelyek szimultán kezelése kifejezetten nehéz, sőt talán lehetetlen. E három cél a következő.

- Minden nemzeti kormányzat *szuverén nemzeti pénzpoltikát* kíván;
- Minden nemzeti kormány szabályozott és még időben lefojtható, illetve vészhelyzetben, általa kellő eréllyel stabilizálható pénzügyi piacokat szeretne;
- Minden nemzeti kormányzat szeretné kihasználni a nemzetközi *tőkepiacok integrációja* által kínált forrásszerzési, kihelyezési, illetve az ezekkel kapcsolatos profitlehetőségeket.

E három pénzügypolitikai cél egyenlő súllyal való érvényre juttatása azonban nem lehetséges. Ezért ezt a dilemmát az ún. „lehetetlen szentháromság”-nak nevezték el a szakirodalomban.¹⁹ Jóllehet az elmúlt három évtizedben a nemzetközi tőke- és pénzpiacok rendkívül gyors mértékben növekedtek, e piacok regulációja lényegében mégis nemzeti keretek között maradt. A meglévő nemzetközi pénzügyi intézmények, az IMF, a Nemzetközi Valutaalap és a Világ-bank sem kellő pénzügyi erővel, sem jogi és intézményi keretek tekintetében nem rendelkezik kellő befolyással hatékony globális szabályozás megvalósítására.²⁰

Tekintsük azt a problémát, hogy a lehetetlen „szentháromság”-ból bármely két cél kiemelése és egyértelmű szolgálata csak a harmadik cél rovására teljesülhet!

- Például, ha egy kormány a nemzeti pénz- és tőkepiacokat kellően, de saját érdekei és főleg biztonsága szerint kívánja szabályozni, ugyanakkor a nemzeti szuverenitását is meg akarja tartani, annak nyilván a nemzetközi tőkepiacokra való fokozottabb vagy éppen megfelelő integráltság látja a kárát, és az ezért fizetendő ár a globális pénzpiacokból húzható előnyökről való lemondás.
- Vagy, ha egy nemzeti pénzpiacáért felelős kormányzati döntés a monetáris politika szuverenitását és a fokozott nemzetközi tőkepiaci integráció céljait próbálja szolgálni, akkor – tetszik/nem tetszik – fel kell adni a belső piac esetleg szigorú vagy éppen laza, de mindenképpen nemzetileg sajátos, regulációs szabályozóit, elvárásait, mert a nemzetközi tőkeáramlás felszabadítása éppen ezt igényli.
- Végül, ha egy nemzeti pénzügypolitikai döntés mint kitüntetett célokat a regulációt és a nemzetközi integrációt választja a támogatott három cél közül, akkor értelemszerűen fel kell adni a szuverenitást, és ezzel

javarészen el kell fogadni a nemzetközi pénzpiac szabályozási elveit és szabályait.

Az egymást kölcsönösen korlátozó, esetenként kizáró célok követése a jelen világ gazdasági helyzetben meglehetősen utópisztikussá tesz bármilyen gyökeresen új nemzetközi pénzügyi rendszert megformáló elképzelést. Jelen helyzetben ugyanis leginkább arra van lehetőség, hogy az egyes kiválasztott cél-párosok, ún. szuverenitás – reguláció; integráció – reguláció; szuverenitás – integráció, illetve a feláldozott (kimaradt) cél közötti feszültséget esetleg csökkenteni, illetve a működés árát, a nem teljes illeszkedés költségeit némileg enyhíteni lehessen. Minden szempontból jó választás tehát nincsen, csak egyensúlyozni lehet a célok között – ezt mondja az F-M-modell is.

➤ Szabályozott lebegtetés – a magyarországi csúszó leértékelés

Magyarországon csúszó leértékelés működött 1995-óta. Ezt az árfolyam-mechanizmust lényegében sikeresnek lehet tekinteni, amennyiben az előre bejelentett leértékelési ütemet jól jelölték meg, és mert a hozzá rendelt $\pm 2,5\%$ -os lebegtetési sáv szintén jó méretezésnek tekinthető. A lebegtetési sáv jelentése, hogy a piac szabad értéktételére van bízva, hogy a sávon belül a valuta árfolyama hogyan alakul. Ha a piaci mozgások alapján a valuta a sávból igyekszik kilépni, akkor a központi bank (MNB) beavatkozik a valuta, illetve a sáv tartása védelmében. Ez az árfolyam-mechanizmus nagyon jól működött egészen 1998. őszéig. Ekkor azonban a nemzetközi tőzsdék, és különösen a kelet-európai tőkepiacok megrendülése nyomán a Budapesti Tőzsde is pánikszzerűen eladási hullámmal válaszolt. Az eladási hullámot lényegében a külföldi befektetési alapok eladási reakciója váltotta ki, amelyeknek a forinttól való menekülése e tipikus csorda-reakcióra emlékeztetett, és amelynek így fundamentális tényezőkre való visszavezetése nem igen volt indokolt (hacsak az orosz tőkepiacok összeomlását nem tekintjük ilyennek). A kérdéses – 1998. őszi – kritikus időszakban a magyar valuta is hamar a lebegtetési sáv gyenge, azaz a felső szélére sodródott és erős központi banki beavatkozást igényelt. A Magyar Nemzeti Bank beavatkozása gyors volt és erőteljes, de igen költséges; kb. 2,5 milliárd dollárt kellett bevetni forint vásárlás céljára, a magyar valuta védelmére, a deviza tartalékok terhére. A beavatkozás ára tehát, a magyar gazdaság 1999. évre tehető teljes fizetési mérleg hiányával egyenértékű. Ez pedig rámutat a csúszó

leértékelés minden sikere és pozitívuma ellenére a kiszolgáltatottság, illetve az árfolyamrendszer sérülékenységére is, pontosabban a kis piac kiszolgáltatottságára. A csúszó leértékelés előnyei azonban a megfizetett magas ár ellenére mégis – úgy tűnik – felülmúlják a hátrányait, ezért amellet lehet érvelni, hogy e rendszer az elkövetkező években is fennmaradjon. A legfontosabb – az árfolyamrendszer megtartása melletti – érvek konkrétan a következők:

- Az árfolyam-mechanizmus legfontosabb célja a belföldi és a külföldi árszínvonalak közötti különbség áthidalása (közvetítése). Miután az inflációs különbség Magyarország és a külföld között továbbra is jelentős, az áthidalás csak kontrolált és fokozatos módon indokolt.

- A csúszó-leértékeléses árfolyam-mechanizmus a vállalati szektor számára is kiszámíthatóbbá teszi a jövőbeli devizális tranzakciók várható költségét, így ezt ezen szektor is kedvezően fogadja.

- E mechanizmus kellő – bár mint láttuk nem teljesen vízhatlan – védelmet nyújt a külső gazdasági környezet felől érkező hullámverésekkel szemben.

- Mérsékeli és ellenőrizhetővé teszi a vállalati szektor devizában felmerülő esetleges eladósodását, amely a belső monetáris likviditást így nem tudja felborítani. 1998. őszén a dél-kelet ázsiai országokban jól látszott, hogy a vállalatok külső eladósodása jelentős mértékben hozzájárult a pénzügyi bonyodalmak, és általában a válság tartósságának és súlyosbodásának körülményéhez.

A magyar gazdaság esetében várható, hogy a hazai infláció 5% alá esése esetén a csúszó leértékelés mechanizmusát felváltja majd a forintnak az Eurohoz való kizárólagos kötése. Ekkor, a forintot Euroban jegyezve, lényegében az európai pénzpiacokon kialakult piaci értéktételt közvetítené az árfolyam. Ekkor válik majd teljesen lehetségessé az is, hogy a lebegő árfolyamrendszerben a monetáris politika válhasson ténylegesen a keresletszabályozás legfontosabb eszközévé (az FM-modell és Kenen, 1989. alapján). Jelenleg a fiskális és a monetáris lépések nehézkes koordinálására van szükség, amelynek eredményei lényegében jók, de bizonyos tekintetben vegyesek. Az inflációs trend iránya továbbra is kedvező, bár többször is megtört. A tőkeforgalom előtt jelen pillanatban még meglévő sorompók végleges felemelése tehát csak az Eurohoz kapcsolt szabad forint-lebegtetés után következhet be. A nyugati vélemények a magyar árfolyam-mechanizmus kritikájaként csak ezt a hátrányát szokták emlegetni, elismerve ugyanakkor, hogy a tőkeforgalmi tételek teljes felszabadítása nagy koc-

kázattal bír. Az esetleges, jövőbeli szabad lebegtetés irányába történő jelentős előrelépés már az is, hogy 2000-től a magyar valuta árfolyamának meghatározásában az Euro mint benchmark kizárólagossá válik, és ettől is remélhető az árfolyam-stabilitás növekedése. Bár a stabilitásnak ez nem kizárólagos biztosítéka, hiszen végül is az árfolyam-alakulás a gazdaság teljesítményétől függ elsődlegesen. Ami Magyarországot illeti tehát, feltehetően igaz lesz Paul Volckernek az a jóslata, mely szerint a kisméretű, feltörekvő piacok számára a globális pénzügyekben kialakítandó, leginkább járható alkalmazkodási út az lesz, hogy egy erős, regionális valutához kötik a saját hazai pénznemüket. A FED volt elnökének azon javaslata, miszerint a kis országok valutájának stabilitását a saját pénzpiacaikon is a minél nagyobb külföldi részesedéssel és tulajdonlással egybekötött külföldi részvétel biztosíthatja, már nem biztos, hogy egyértelmű jóváhagyásra talál. E tekintetben a nemzeti érzések és a bankszektor feletti külföldi ellenőrzés számos, előre nem látható problémát vet fel, bár kétségtelen, hogy az erős külföldi jelenlét és a kockázatvállalás a hazai valuta iránti bizalmat növelő tényező.

Bár a nemzetközi tőkeáramlás jól és egyértelműen mérhető hozadékai tisztán nem láthatók a nemzetközi tőkeforgalom igen gyors növekedése és a nagy globális tőkebefogadási étvágy azt sugallják, hogy hosszú távon több az előnye, mint a hátránya.

Irodalomjegyzék

- Alston R. M.–Kearl, J. R.–Vaughan, M. B.: Is there a Consensus among Economists in the 1990s. AER (May 1992) (pp. 209–210)
- Baghwati, J. N.: Quid pro Quo Foreign Investment. The American Economic Review, Papers and Proceedings, May, 1992. pp. 186–190.
- Dornbusch, R.–Fischer, S.: Inflation Stabilization. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1988
- Eichengreen, B.: Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda. Institute for International Economics, Washington DC. January, 1999
- Erdős, T.: Infláció. Budapest, Akadémia, 1998
- Fleming, J. M.: Domestic Financial Policies Under Fixed and Flexible Exchange Rates. in: Essays in International Economics Cambridge, Mass. Harvard University Press, 1971
- Frankel, J. A.: Measuring International Capital Mobility a Review. AER. Paper and Proceeding (May 1992) (pp. 197–202)
- Gray, H. P.: Global Economic Involvement, a Synthesis of Modern International Economics. Copenhagen Business School Press, 1999

- Kindleberger, Ch. P.: *Centralization versus Pluralism*, Copenhagen Business School Press, 1996
- Krugman, P.: *Target Zones and Exchange-Rate Dynamics*. Quarterly Journal of Economics, 106. 1987. pp. 669-682.
- Magas, I.: Gazdasági stabilizáció és növekedés dilemmája egy eladósodott, nyitott gazdaságban, *Külgazdaság*, 1996. Március, 21–34. old.
- Magas, I.: Nem a tőzsdékben van a hiba. *Világgazdaság*, 1998. október 1.
- Magas, I.: *Stabilisation Policy in Hungary, Policy options with an external debt constraint*. Amsterdam, FIDUCE, Journal of Finance, July, 1995. pp. 26–34.
- Mundell, R. A.: *Capital Mobility Under Fixed and Flexible Exchange Rates* reprinted in: Mundell, R. A. *International Economics*, New York, Macmillan, 1968
- Kenen, P. B.: *The International Economy*. Second Edition 1989. Prentice Hall Inc. New Jersey
- Polányi, K.: *Az archaikus társadalom és a gazdasági szemlélet*. Gondolat Budapest, 1976
- Rodrik, D.: *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*. Johns Hopkins University Press, 1999
- Sachs, J. D. (ed.): *Developing Country Debt and Economic Performance: Country Studies, Argentina, Bolivia, Mexico, NBER*. 1990
- Soros, G.: *A pénz alkímiája*. Budapest, Európa, 1996
- Soros, G.: *The Crisis of Global Capitalism (Open society endangered)*. Little, Brown and Company 1998
- Szentes, T.: *A világgazdaságtan elméleti és módszertani alapjai*. BKE Aula, 1995
- 9 Számos nemzetközi szabályozás létezik már – például a Bazeli Tőkeegyelemezési Egyezmény vagy az IOSCO által kiadott – az értékpapír szabályozás irányelvei, valamint számos szabályozás van keletkezőben. Az OECD a vállalat-irányítás/vezetés nemzetközi irányelveit tervezi meg, míg az IBA (International Bar Association) a csődeljárás szabályait igyekszik kodifikálni.
- 10 Az ún. G-10, továbbá a G-22, mely utóbbi a feltörekvő piacok képviselőit is magában foglalja. A G-22 csoportot is kibővítették további négy kis országgal, éppen az amerikai elnök, Bill Clinton javaslatára még 1998-ban. De látni kell, hogy ennyi résztvevővel nehéz konkrét döntésekre jutni, sőt akár csak a leglényegesebb új rendszerépítő elvekben is meg-egyezni. A kulcsszereplőket mindenképp a G-10-es országcsop-ort pénzügyi vezetői jelentik. Ehhez csatlakozik az ún. Basel Bankár Bizottság (Basel Committee of Bankers): e konzultatív testület tagjai a központi banki vezetők, valamint a nagyobb országok bankfelügyeleteinek elsőszámú vezetői.
- Létezik a G-7, a hét legfejlettebb OECD ország és az ún. G-10. A G-10 csoport a hét vezető ipari országot, úgymint az USA-t, Japánt, Németországot, Olaszországot, Franciaországot, Belgiumot, az Egyesült Királyságot, Kanadát, Svájcot és Svédországot foglalja magában.
- A G-22 csoport egy nagyobb tömörülés, amelyhez a feltörekvő országok néhány „kiválasztottja” is tartozik, úgymint Argentin, Kína, Brazília, Hong-Kong, India, Indonézia, Dél-Korea, Malajzia, Mexikó, Lengyelország, Oroszország és Dél-Afrika
- 11 Paul Krugman (1987), Jagdish Baghwati (1992)
- 12 Erről részletesen lásd: Rodrik, D. (1999)
- 13 Unctad Trade and Development Report (1998), Polányi (1976)
- 14 Erről részletesen lásd: Kindleberger (1996)
- 15 P. Krugman (1987)
- 16 A teljes „feltörekvő” országcsoporthoz a következő országokat tartalmazza: Kína, Hong-Kong, India, Indonézia, Malajzia, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Dél-Korea, Tajvan, Thaiföld, Argentína, Brazília, Chile, Kolumbia, Mexikó, Venezuela, Egyiptom, Görögország, Izrael, Dél-Afrika, Törökország, Csehország, Magyarország, Lengyelország és Oroszország.
- 17 Az általános feltevésektől eltérő speciális helyzetek részletes és körültekintő tárgyalását adja Kenen (1989) és Erdős (1998). Az eredeti elméleti konstrukciót két, a szerzők által külön írt dolgozatban találjuk meg. Fleming (1971) és Mundell (1968). A magyar gazdaságra vonatkozó konkrét elemzésre lásd Magas (1995, 1996) és Erdős (1998).
- 18 Részletesen lásd P. B. Kenen (1989, pp. 313-328.)

Lábjegyzetek

- 1 Eichengreen, B. (1999)
- 2 OECD (1998)
- 3 Ezt a nyilatkozatát lásd, *The Economist*, (January 30th 1998)
- 4 Például az IOSCO, az értékpapír szabályozók nemzetközi szövetsége megegyezésre jutott egy sor szabályban a nemzetközi értékpapír-kereskedelmet illetően. Az IASC, a nemzetközi számviteli szabványok bizottsága is kidolgozott egy globális számviteli szabályrendszert.
- 5 Soros (1996, 1998)
- 6 Krugman (1987), Baghwati (1992)
- 7 Rodrik, D. (1999). A témában lásd még Gray (1999)
- 8 A vezető amerikai kutatóintézetek által végzett részletes felmérésekről, lásd: Alston et al. (1992), a mérési problémákról, lásd: Frankel (1992)